

経営論集
65巻第1号
2018年3月

環境・社会問題から見た 証券市場の変容と企業財務

野村 佐智代

問題の所在

近年、「資本主義にひずみが生きている」といった指摘や、「新しい資本主義を模索する時がきている」といった声が聞かれる。その背景には、これまで、資本市場には包摂されてこなかった環境問題や様々な社会問題が横たわっている。それは一国に特有なものではなく金融破綻が世界を駆け巡るように、国境を越えて存在している問題でもある。

また、「持続可能性（サステナビリティ）」という概念は、1992年にブラジルで開催された地球環境サミットを契機に広まったが、当時は、危機に瀕する地球環境の持続可能性を実現していくことを表した言葉であった。しかし、昨今では地球環境の持続可能性のみでなく、「企業の持続可能性」といった用いられ方をするようになってきた。すなわち、地球環境に配慮して地球そのものの持続可能性を図ることはもちろん、企業を取り巻く様々な社会問題の解決もはかりながら、企業自身の持続可能性を深慮し、行動に移していくことの重要性を意図している。

こうした社会環境の変化を背景に、資本主義を根幹にした経済システムや金融・証券市場は変革の時を迎え、それに伴い企業の財務環境も変化の兆しを見せている。

本論では、まず、資本主義経済の近年の動向について、環境問題や社会問題の視点から先行研究を行う。次いで、証券市場における環境問題や社会問題への関わり方の変遷を考察すると共に、その市場の変化から生じる企業評価の移り変わりについて見てみる。それにより、今後、証券市場や企業財務の観点から環境・社会問題にどう対応していくべきかを考える。

1. 資本主義の変容

サブプライム問題やリーマンショックを引き起こしたと言われる株主資本主義や金融資本主義は、全世界でその後の経済システムを再考させる契機となった。これらの事象は、拝金主義への反省や、貧困問題が解決しない一方で、一部の富裕層のみに富が集中することへの危惧、そしてまた、富の再分配の問題を改めて考える時が来たことを我々に知らしめた。

そうした背景から、今日では、これまでの資本概念に含意されてこなかった自然資本を根本とした自然資本主義（ナチュラル・キャピタリズム）といった考え方や、ステークホルダー経営を中心とした新たな公益資本主義の概念が提唱されている。ここでは、この2つの新しい資本主義の考え方について、従来の資本主義との相違を明らかにしつつ、それぞれの特徴について言及する。

（1）資本主義と自然資本主義

ナチュラル・キャピタリズムを推奨するホーケンおよびロビンス夫妻（2001）によれば自然資本は、「人工的な資本を使用した生産と、自然資本の維持・供給のあいだに重要な相互依存関係があることを認めた考え方である」¹と定義される。また「従来の定義によれば、資本とは、金融資産、工場、設備の形で蓄積された富のことである」とし、これに自然資本を加え、次の4つに分類している。

図表 1 経済が順調に機能するために必要な4つの資本

- | | |
|---------|----------------------------------|
| 1. 人的資本 | 労働や知識、文化、組織の形態をとっている。 |
| 2. 金融資本 | 現金、株式、金融証券から成り立っている。 |
| 3. 製造資本 | インフラ（社会的基盤となる）施設を含めた、機械、道具、工場など。 |
| 4. 自然資本 | 資源、生命システム、生態系のサービスなどから成り立っている。 |

出所）ホーケン、ロビンス（2007）、28～29頁を基に作成。

ここであげられている1から3の資本は、いわゆる企業活動の源泉といわれる経営資源とも一致している。しかし、4番目にあげられている自然資本は、経済活動、経営活動の視点からは一般的に掲げられることは少ないであろう。しかし、「人類は過去38億年にわたり蓄積された資本を受け継いでいる。利用と破壊のスピードがこのまま続けば、来世紀までに自然資本は

¹ ホーケン、ロビンス（2007）、28頁。

払底してしまうだろう。…そこから供給される重要な生命維持サービスは人類の繁栄に不可欠なものだということに」²とホーケンらが指摘するように、経済活動において認識すべき重要な資本の一つである。また、広瀬（2008）は、資本主義経済システムは、「利潤追求に必要な生産資本財のみを主たる『資本』と認識し、それに必要な貨幣資本投資によって自然環境からの資源採取、その後の商業・工業的事業目的等を実現してきた」と言及している。さらに「これまでの資本主義には、地球環境の再生能力を維持させるような経済的メカニズムはもともと内包されていなかったことになる」³と、これまでの資本主義経済のもとでは、自然環境すなわち自然資本は考慮されてこなかったという、ホーケン等と同様の見解を述べている。また、足立（2006）においても、利益が生まれるプロセスに、天然資源として有限な原料の調達やエネルギーの使用等、環境への配慮が資本に欠落していると述べられている⁴。

自然を資本概念に加えることの重要性を述べた上で、ホーケン等は、「既存の資本主義は、金銭上の利益こそ獲得できるものの、持続不可能な異常な経済発展の形態である」⁵とし、ナチュラル・キャピタリズムによる新しい産業構築の必要性を謳っている。すなわち、図表1に掲げた4つの資本を十分考慮に入れた、民主的かつ市場メカニズムを有効利用する生産と流通システムを提唱している⁶。

こうした概念を実践する試みとして、近年では、自然資本を測定するシステムの構築や、従来の会計システムには計上されてこなかった外部不経済の要素を取り込んだ自然資本会計の取り組みが、世界的に推進されている⁷。

（2）公益資本主義

提唱者の原（2017）によれば、公益資本主義は、「企業の事業を通じて『その企業に関係する経営者、従業員、仕入先、顧客、株主、地域社会、環境、そして地球全体に貢献する』ような企業や資本主義のあり方」⁸と定義される。さらに、原（2017）は、「『公益』」といって、利益

² 同上書。

³ 広瀬（2008）56頁。

⁴ 足立・所（2009）10頁。

⁵ ホーケン（2007）、30頁。

⁶ 具体的には、「資源生産性の根本的改善」、「バイオミミクリ（生物模倣）」、「サービスとフローに基づく経済の移行」、「自然資本への再投資」をあげている。ホーケン、ロビンス（2007）38頁。

⁷ 2007年にドイツで開催されたG8+環境大臣会議で欧州委員会とドイツにより提唱されたTEEB（The Economics of Ecosystem and Biodiversity）プロジェクトにより自然資本の測定が推進され2010年に報告書がまとめられている。また、日本でも環境省が「『平成27年度環境会計・自然資本会計のあり方に関する課題等調査検討業務に』対する結果報告書」をまとめ、自然資本会計導入の可能性について触れている。

⁸ 原（2007）158頁。

を追求するのが悪いことのように錯覚されがちですが、まったく違います。むしろ多くの利益を上げることが、最も重要な前提です。『公益』とは、企業を構成する個々の社中（株主、従業員、取引先、顧客、さらには地域社会、地球）に配分される利益の総和を指す。社会の『公器』である企業が、正しい方法でできるだけ多くの利益を上げ、立場に応じて公平に分配するのが公益資本主義です⁹と述べている。

ここでいう「社中」は、ステークホルダーと同義と考えられ¹⁰、いわゆるステークホルダー経営を実践していく経済システムの構築であると考えられる。また、社中に対する公平な分配とは次のことを指している。

図表 2 公益資本主義における「利益」の社中への分配

株 主	配当, 株価上昇
従 業 員	供与, 教育, 福祉
会 社 自 身	内部留保
顧 客	安全性, 品質
仕 入 先	適正価格での購買
地 域 社 会	貢献
地 球 全 体	環境

出所) 原 (2017) 193 頁を基に作成。

さらに、すべての社中に上記のような利益を永続的に分配するためには、株主資本主義や投機的金融資本主義に見られるような短期主義ではなく、中長期的な経営が不可欠であると述べている¹¹。これについては、拙著 (2009) でも同様の見解を述べている。拙著では、社中のうち「地球全体」にあたる環境問題に焦点をあてて次のように論じている¹²。「企業は、環境問題に取り組むことの必要性を認識しつつも、目の前の経済的な利益を追い続け、投資家もまた、短期により多くの利益を生み出す企業に資金を投じてきた。企業や投資家が利益を追求することは、その性質上当然のことではあるが、極端な短期主義が今日の金融破綻を招いたとも言える。また、地球環境を悪化させるような目先の利益にのみとらわれた経営活動や結果的にそれを助長するような投資活動を今後も続けていけば、いずれは企業の存在そのものが危ぶまれる

⁹ 同上書 4 頁。

¹⁰ 原は、ステークホルダーを日本語に訳した「利害関係者」という言葉の「利害」には対立概念を含むと考えられることから、企業を支える仲間と捉える「社中」(英語ではカンパニー(仲間))を用いている。同上書 159 頁。

¹¹ 同上書 5 頁。

¹² 野村 (2009) 162, 163 頁。

ようになる」と述べた上で、長期視点での企業活動ないし投資行動の必要性を説いた。

なお、この公益資本主義を実践するための具体的な手法については、「3. 環境・社会問題と企業財務－市場での評価」で詳述する。

以上のように、前述の自然資本主義は、資本主義経済から置きざりにされた自然資本を資本概念の中に包摂することを提唱しており、後述の公益資本主義は、これまでの資本概念を覆す新しい資本主義形態への転換を促している。いずれにせよ環境問題や社会問題を無視したこれまでの資本主義経済システムをこのまま継続することへの警鐘を鳴らしていることを示していると言えよう。

2. 環境・社会問題と証券市場の変遷

ここでは、前述のように、資本概念が変容・拡大していく中で、証券市場は、環境問題や社会問題に対してどのように対応し、またどう変遷してきているのかを考察する。

（1）社会的責任投資から ESG 投資までの動向

欧米で生まれた社会責任投資（SRI：Socially Responsible Investment）は、キリスト教倫理に則り、投資基準に社会的な評価基準を適用したことが始まりと言われており、その誕生は約 100 年前に遡る。当初は、アルコールやタバコ、ギャンブル、武器に関連する企業を投資対象から外す手法が取られた。その後、米国ではマイノリティ、女性など人権問題にも焦点が当てられるようになり、環境問題等、投資選別の対象は多様化していった。

欧米を始めとする世界の主要な国々の SRI 市場残高は 13 兆 5,680 億米ドルに上り、調査対象地域全体の資産運用残高の約 20% 超を占めている（2011 年 12 月 31 日時点）。そのうち、欧州が 8 兆 7,580 億米ドル、米国は 3 兆 7,400 億米ドルで、日本は 100 億米ドルと少ない¹³。

一方、近年、急速に拡大している ESG 投資は、2006 年に当時の国連のアナン事務総長によって提案され、機関投資家に PRI（Principles for Responsible Investment：責任投資原則）の署名を求めて始まった。PRI は、投資の意思決定に ESG（Environmental, Social, Governance）課題を組み入れたり、投資対象企業に ESG 情報の開示を求めたりするなど 6 つの原則からなる。

¹³ 小方（2016）12、13 頁

図表 3 責任投資原則

1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスに ESG 課題を組み込みます
2. 私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣に ESG 問題を組み入れます
3. 私たちは投資対象の企業に対して ESG 課題についての適切な開示を求めます
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかけを行います
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します

出所) PRI ホームページ <https://www.unpri.org/about>, 日本語訳文, 環境省ホームページ <https://www.env.go.jp/council/02policy/y0211-04/ref01.pdf> (2017 年 3 月 31 日アクセス)。

同原則は、金融危機を引き起こした短期主義的な投資行動に反省を促し、持続的成長を図ることを目的としている。発足当初の署名機関数は 20 機関だったが、現在では 1,717 機関に上る (2017 年 3 月現在)。

SRI と ESG の違いについては諸説あり、さほどの違いはないという見解も見られる¹⁴。一般的には、SRI は、社会的あるいは倫理的観点からスクリーニングすることによって投資対象を絞り込むが、ESG 投資は、通常の資産運用において、すべての企業が対象となる点で異なると言われている¹⁵。

欧米では SRI 同様、年金基金等による ESG 投資が活発化しており、特に米国では、株主提案や議決権行使を積極的に行っている。一方、日本では ESG 投資においても後発で、2015 年に GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) が SRI に署名し、2016 年 7 月に ESG 株価指数の採用を公表し、にわかに ESG 投資に対する注目が集まってきたところである。

(2) マーケット・ガバナンスの重要性

上述の ESG 投資台頭は、証券市場におけるマーケット・ガバナンス機能を一層強化させるものと考えられる。

筆者は、金融市場において機関投資家を中心とした投資家が、企業活動を経済的な側面だけでなく、環境問題や社会的側面も含めて、投資の判断をしたり、その後の経営活動に関与したりするガバナンス機能の仕組みをサステナビリティ・ガバナンスと称している¹⁶。

¹⁴ 足立・村上・橋爪 (2016) 13 頁。

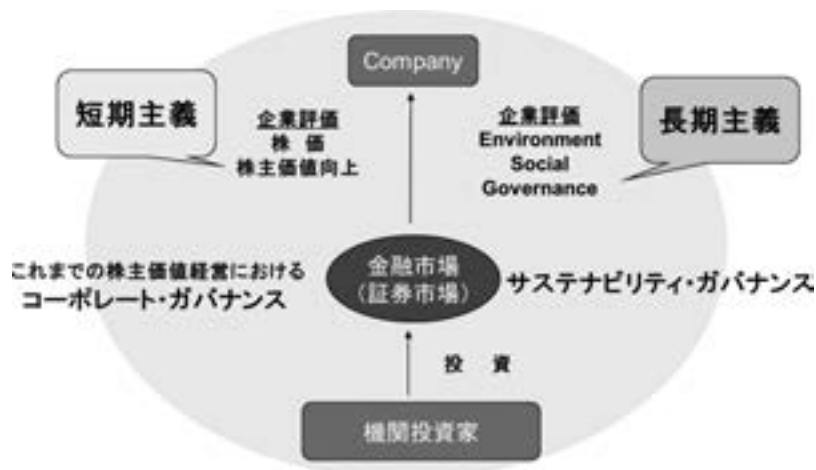
¹⁵ 荒井勝「SRI と ESG の違いとは?」, JSIF (日本サステナブル投資フォーラム) ホームページ, <http://www.jsif.jp.net/coloum1304-2> (2017 年 4 月 5 日アクセス)。

¹⁶ 野村 (2017) 95~97 頁に詳述。

図表4に見られるように、従来の株主価値経営に見られたような市場は、投資家が企業の経済的な側面のみに着目したガバナンス機能を持って投資を行うので、短期主義に偏りやすく金融破たんを招きやすい。しかし、経済的側面だけでなく ESG の視点を加えたサステナビリティ・ガバナンス機能を働かせることで、より長期的な視点に立った投資活動を実践できるようになる。サステナビリティ・ガバナンスは、先の公益資本主義を実現させる手法の一つになりえるものと考えられる。

サステナビリティ・ガバナンスに必要なのは、シェアホルダー・ダイアログを中心としたエンゲージメントである。機関投資家のエンゲージメントとしては、投資先の長期的な企業価値向上を目指して、事業戦略や ESG に関連したエンゲージメントを継続的に関与していくことが望ましい。

図表4 金融市場とサステナビリティ・ガバナンス



出所）筆者作成。

3. 環境・社会問題と企業財務—市場での評価

これまでは環境問題を含めた社会的な対応は、企業においては、コスト増加といったネガティブな捉え方しかされてこなかったり、あるいは、コンプライアンスや経営管理におけるリスク対応としか捉えられなかったりすることが多かった。しかし、前述の証券市場の変化に伴い企業の環境対応が市場での評価に影響したり、資本コストにも影響したりするということが近年、様々な研究により実証されてきている。以下では、企業の環境・社会問題への対応と企業評価の関係性および ROE に代わる新たな企業価値指標の可能性、そして、資本コストとの

関係性に関して考察を行う。

（１）企業評価と環境・社会問題

本論の冒頭に掲げた自然資本主義や公益資本主義に基づいた行動を企業が実践するには、それらの理念への深い共感や理解を必要とする。あるいは、そうした行動に対する何らかのメリットやモチベーションが見出されれば、企業は即座に実践に移すであろう。即ち、企業の環境・社会問題への取り組みと企業評価にプラスの相関関係が見出せれば、投資家は企業のそのような取り組みに着目するようになり、長期的な視点での投資を選好するようになるだろう。それにより企業も、いっそう環境活動や社会的課題に取り組むようになり、自然資本主義や公益資本主義の社会の実現に一步近づくことになると考えられる。

企業の環境・社会問題への取り組みと企業評価に関する実証研究は、数多くなされてきたが、2000年初め頃の分析結果から、徐々に正の相関関係を示すものが増えてきている¹⁷。また、前述のESG投資が認知されるようになってきた近年、それを裏付ける様々な研究結果が出されている。たとえば、ハンブルク大学とドイチェ・アセット・アンド・ウェルネス・マネジメントが行った企業のESG遵守と業績の関係の分析では、ESGを重視する企業は長期的な投資収益が優れているとの調査結果が報告されている。同調査では、2015年3月末までの1年間で、MSCI新興国株価指数は0.8%の伸びだったのに対し、ESG基準に従う355銘柄で構成されるMSCI新興国ESG指数は7%上昇したとの結果が出ている¹⁸。

また、米国の資産運用会社であるState Street Global AdvisorのMcknett氏は、グローバル大手企業500社のパフォーマンスと、気候変動戦略とリスクマネジメントにおいて優れた取り組みをしている企業のパフォーマンスを比較すると、約8年間に渡り後者のパフォーマンスが高いと述べている¹⁹。

（２）新しい企業価値指標

上述の企業の環境・社会問題への対応と企業評価の関係性を測る諸研究では、企業評価として用いられている指標は、主に株価や株価収益率といった株式に関する指標やROEやROAな

¹⁷ 野村（2013）において、2004年から2013年の企業の環境および社会活動と企業評価（ROEや株価などの財務的指標）に関する先行研究をまとめている。

¹⁸ 「環境・社会・企業統治の重視 投資収益、長期的に向上」日本経済新聞2016年3月25日。

¹⁹ Quick ESG研究所、'Sustainable Japan—ESGと利益は両立する。サステナビリティ投資論'。https://sustainablejapan.jp/2014/02/17/sustainable-investment/8580（2017年4月7日アクセス）。

どの従来の財務指標である。それとは別に、新たな企業価値指標の創造を模索する動きもある。

地球環境問題の人類が取り組むべき課題の一つに、地球温暖化問題、すなわち気候変動への対処がある。具体的には、温暖化の原因であると言われる CO₂ などの温室効果ガス排出量の削減が望まれる。近年では、企業活動によって生まれる環境への影響を環境債務と位置付け、その一つに温室効果ガスの排出も含まれ「炭素債務」と呼ばれる²⁰。欧米の機関投資家は早くから気候変動リスクに着目し、企業の炭素債務の情報開示を促している²¹。

一般に投資家や株主は ROE を企業評価の指標として用いることが多いが、川村 (2009) は、この ROE と炭素債務 (Carbon) に着目し、炭素債務を考慮した自己資本利益率として「C-ROE」を投資判断指標と提示している。

$$\text{C-ROE} = \frac{\text{利益} - \text{炭素債務}(\text{CO}_2 \text{ 超過排出量の削減費用})}{\text{自己資本}}$$

この指標から、炭素債務による ROE の低下、つまり、温室効果ガスを多く排出している企業は、ROE が低くなることがわかる。温暖化規制が厳しくなると炭素債務の削減費用が上昇するので、エネルギー多消費型の産業はこの比率が高くなると考えられる。

実際にはこの比率を用いた情報開示を行っている企業は見られないが、今後、国際的動向により、こうした企業価値指標が注目を浴びると考えられる。2015 年 12 月の国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議で採択されたパリ協定では、世界的な平均気温を産業革命以前と比較して 2℃ より低く、さらには 1.5℃ 以内に保つことを、締約国が世界全体で取り組んでいくことに合意した。また、パリ協定に先駆けて、2015 年 4 月には NGO のシリーズと 62 の機関投資家が SEC (米国証券取引委員会) に対して、大手石油・ガス会社の気候変動リスク情報開示を強化する要求を出している。これらの動向により、従来の企業価値指標にのみ重きを置くのではなく、環境問題などを考慮した新たな企業価値指標が投資家の判断材料として証券市場で用いられるようになる可能性がある。同様に環境問題においては、生物多様性保全や水問題等においても、今後何らかの企業価値指標が生まれ利用されるようになるかもしれない。また、企業財務指標は連結ベースの会計情報が用いられているが、環境問題(あるいは社会問題)は、それらのインパクトを考えると取引先も含めたバウンダリでの情報が必要となるだろう²²。

また、先の公益資本主義では、企業価値を測る指標として以下の 3 つをあげている。

²⁰ 川村 (2009) 105 頁。

²¹ 英国の国際 NGO である CDP (Climate Disclosure Project) は、2002 年より機関投資家と共に、グローバル企業に温室効果ガス排出に関する情報開示を促しているが、現在では 800 を超える機関投資家が署名をしている。CDP ホームページ、https://www.cdp.net/en/operating_areas?redirect=https%3A%2F%2Fwww.cdp.net%2Fja (2017 年 4 月 7 日アクセス)。

① 富の分配における公平性

社中（ステークホルダー）への利益分配を指すが、米国で見られるような経営陣への莫大な額の報酬による一般従業員との格差の是正が必要である。

② 経営の持続性

人件費を削って捻出した利益による株主配当や ROE 上昇のための自社株買いによる株主還元策よりも、ROE を下げても自然災害や金融危機に備え従業員や会社を守る内部留保を持つことの方が「経営の持続性の増強」を測ることにつながる。

③ 事業の改良改善性

目先の利益に捉われることなく、組織を硬直化せずに企業が変化に応じて柔軟性を維持していく。

上記を踏まえた上で、新たな企業価値基準として、これまで用いられてきた ROE から ROC への転換を掲げている。ROE は株主の持ち分に対してどれくらい利益が獲得されたかを測る指標であり、原（2017）によれば、「株主資本主義への企業の貢献度」を測る指標である。一方、ROC（Return on Company）は、社中への利益配分を公平に行うための指標で、「会社を支える社中全体への貢献度」を測る指標であるとされる²³。ROC は、自己資本を社中分配前総利益で割って求める。各々の社中の利益配分の要素は図表 2 に示したとおりであるが、具体的な要素の測定については研究過程にある²⁴。

C-ROE および ROC といった新たな指標が、今後、証券市場や企業に受け入れられるには時間を要すると思われるが、ESG 投資の浸透拡大と共に認知されることが期待される。

（3）ESG と資金調達コスト

環境活動および社会活動と企業評価の間に関係性が見られることは、先述のとおりであるが、資金調達コストと ESG 要因にも関係性が見られる²⁵。宮井・菊池・白須(2014)によれば、インプライド資本コスト(割引率)と環境スコアの間には有意な負の関係が見られることから、環境への取り組みが企業の資本コストを下げるということが実証されている。また、宮井・杉

²² たとえば、メーカーであれば、製品の生産にあたり原材料採取に至るまでの環境評価を考えることが肝要となる。また、小売店では取り扱う商品が児童労働や貧困地での低賃金労働によって作られたものではないかどうか、といったサプライチェーン全体での情報開示が必要となってくる。

²³ 原（2017）3 頁。

²⁴ アライアンス・フォーラム財団ホームページ，<http://www.allianceforum.org/capitalism/>（2017 年 4 月 1 日アクセス）。

²⁵ 本項は野村（2017）34 頁の一部抜粋である。

浦（2016）は、キャッシュフロー割引法（DCF 法）に ESG 要因を組み込み、中長期的な企業価値評価を具体化することを目的とし調査研究を行っている。この研究では、まず、運用機関が企業価値評価を行う際に、DCF 法を用いることをインタビュー調査から明らかにしている。その上で、ESG スコア（東洋経済新報社の CSR 企業総覧の「環境」、「人材」、「社会」、「ガバナンス」スコア）を用いて、WACC との関係性について、① WACC は CSP（ESG 開示スコア）が高い銘柄では低く、低い銘柄では高い、② WACC と ESG スコアの間の負の関係は、 β の説明力が低い場合（アンシステマティックリスクが大きい銘柄群）にみられる、という 2 つの仮説を立てて検証している。

その結果、環境とガバナンスに関する情報開示レベルが高い銘柄の WACC は低く、アンシステマティックリスクが大きい銘柄群は、すべての ESG 項目について WACC と有意に負の関係があることが実証分析により示されている。

これらの研究により、金融市場、とりわけ株式市場からの資金調達に際し、環境活動に取り組む企業の調達コストが低くなることが明らかになりつつある。

近年、日本の銀行では、CO₂削減などの環境保全活動に必要な資金には低利子で融資を行うといった事例が数多く見受けられるが、先の研究結果と合わせてみても、企業財務にとって ESG 要因は今や資金調達コストに関わる重要なマテリアリティとなっている。

4. 結びに代えて—環境・社会問題の対応とこれからの証券市場

本論では、証券市場や企業財務の近年の変化を環境・社会問題の視点から考察した。以下は、経済システムを始めとし、企業評価指標、証券市場の対応等のこれまでの変化を、金融危機前後に分け、まとめたものである。

図表5 世界的金融危機（リーマンショック）前後の企業および金融市場の変化

	金融危機以前	金融危機後
経済システム	金融資本主義 株主資本主義	自然資本主義 公益資本主義
サステナビリティ概念	地球環境が主体	地球環境を含め、人権、貧困などに拡大
企業の環境対応	「リスクマネジメント」対応 ・コンプライアンス ・ISO14001・環境会計導入等	「オポチュニティ(ビジネス機会)」の認識 ・自然エネルギーの導入によるコスト削減 ・グローバル市場を意識したエコ商品開発
企業評価指標	経済的指標 ・ROE、キャッシュフロー等の財務数値	経済的な指標+ESG 要因 ・財務データに ESG 要因をインテグレーション
環境・社会対応の市場評価	評判があがることへの期待 ・環境・社会対応により株価や財務数値があがることへの期待	資本コスト・ESG 銘柄へのポジティブ反応 ・WACC への影響 ・ESG 銘柄好調
企業の情報開示	決算書および CSR 報告書 ・財務データ ・CSR データ（任意）	統合報告書の普及 ・企業活動に ESG 要因を含めた成長戦略の開示
証券市場の対応	・エコ・ファンド（限定的） ・SRI（ネガティブスクリーニングを含む） ・排出量取引（国家対応）	・ESG 投資 ・PRI 原則による機関投資家のエンゲージメント ・グリーンbond発行が加速

出所) 筆者作成

サステナブル社会構築へ

環境問題や社会問題への対応が必要であることは、今や、国内外問わず世界中で認識されていることである。それは、図表5に示されるとおり、経済システムの見直しを始めとし、証券市場および企業活動全般においても ESG 投資の台頭や企業評価や情報開示の変化から見て取れる。諸問題の解決は、商品やサービス市場での対応のみならず、証券市場を含む金融市場全般においても必要である。また、企業も財務的側面から新たな評価指標や情報開示システムを積極的に取り入れ、規制や国際的動向の後追いではなく率先して動くことが不可欠である。

参考文献

- 足立英一郎・村上芽・橋爪麻紀子（2016）『投資家と企業のための ESG 読本』日経 BP 社。
 足立辰雄・所伸之編（2009）『サステナビリティと経営学』ミネルヴァ書房。
 安藤範親（2011）「社会的責任投資（SRI）の現状と課題」、『農林金融 2011・10』農林中金総合研究所。
 小方信幸（2016）『社会的責任投資の投資哲学とパフォーマンス』同文館出版。
 川村雅彦（2009）「低炭素経済における『炭素債務』の考察—炭素債務を考慮した自己資本利益率（C-ROE）の試み—」、『ニッセイ基礎研究所 Vol. 53 Spring 2009』。
 野村佐智代（2009）「環境財務の構築と日本企業の財務戦略」、『現代の財務経営 8 日本の財務経営』中央経済社。
 野村佐智代（2013）「環境対応と企業評価の関係性再考」、『日本経営財務研究学会 第 37 回全国大会報告論文』。
 野村佐智代「地球環境問題解決のための財務・金融市場—サステナビリティ・ガバナンスの視点とともに—」博士論文（明治大学大学院）。

原丈人（2017）『「公益」資本主義英米型資本主義の終焉』文芸春秋。

廣瀬忠一郎（2008）「持続可能な経済社会を目指す経営と会計—商品市場と資本市場のグリーン化」『社会関連会計研究』第20号。

Paul Hawken Amory B, Lovins & L. Hunter Lovins (2000), 'Natural Capitalism—Creating the Next Industrial Revolution', Green Building Council, US. ポール・ホーケン, エイモリ・B・ロビンス, L・ハンター・ロビンス, 佐和隆光監訳・小幡すぎ子訳（2001）『自然資本の経済—「成長の限界を突破する新産業革命」』日本経済新聞社。

三和裕美子（2015）「機関投資家のエンゲージメントとはなにか—国内外の機関投資家の調査をもとに—」, 『証券経済年報』第50号別冊。

宮井博・菊池俊博・白須洋子（2014）「第3章 わが国企業の社会的パフォーマンスと財務パフォーマンスの関係分析に基づく ESG 投資の検討」, 『サステイナブル投資と年金—持続可能な経済社会とこれからの年金運用—』年金シニアプラン総合研究機構

宮井博・杉浦康之（2016）「機関投資家の ESG インテグレーションと企業のマテリアルな情報開示」, 『日本価値創造 ERM 学会第10回 研究発表大会』。